

Crise financeira e as incertezas na Zona do Euro

Por **Gilberto Borça Jr.**
Economista da APE

Reestruturação da dívida grega deve ser acompanhada de ações para manter o crescimento

A metade do ano de 2011 foi marcada pelo agravamento da atual crise internacional, iniciada há cerca de 4 anos, em agosto de 2007, no mercado imobiliário *subprime* norte-americano. O que se observa ainda hoje são consequências desse mesmo fenômeno, o qual obedece a uma ordem cronológica já diagnosticada pela literatura econômica. De acordo com Reinhart e Rogoff (2008)¹, crises financeiras sistêmicas são, com frequência, seguidas por crises de dívida sobera-

na. O aumento de gastos dos governos para o resgate de instituições financeiras, em contexto de queda da atividade econômica, leva a trajetórias insustentáveis de endividamento público.

A partir de seu epicentro no mercado imobiliário norte-americano, a crise atingiu seu ápice em setembro de 2008 com a falência do Lehman Brothers. O sistema de crédito mundial, que faz o papel de “lubrificante” da atividade econômica, foi praticamente paralisado. A falta de informações sobre a real exposição das instituições financeiras aos ativos imobiliários mais problemáticos fez elevar o risco de contraparte dos ban-

Visão do Desenvolvimento é uma publicação da área de Pesquisas Econômicas (APE), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. As opiniões deste informe são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente o pensamento da administração do BNDES.

¹ Rogoff, K. & Reinhart, C. (2008). “This time is different: Eight Centuries of Financial Folly”. NBER, WP nº 13882

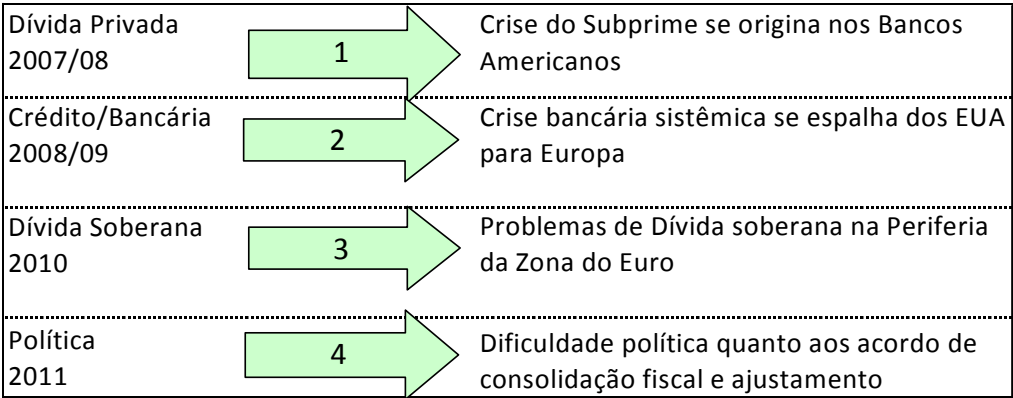
cos, congelando até mesmo as operações interbancárias. Seguiu-se uma forte contração da economia mundial e do comércio internacional. A partir desse ponto, os governos intervieram de forma maciça, utilizando instrumentos convencionais e não convencionais de políticas fiscal e monetária. Dessa forma, procuraram evitar não apenas novas falências de instituições financeiras, mas também impedir uma queda ainda mais pronunciada do nível de atividade econômica.

A fase das intervenções de política econômica em 2008/09 ocorreu de forma coordenada e em escala global. Nas principais economias avançadas, os ativos nos balancetes das principais autoridades monetárias do mundo se expandiram de maneira expressiva. Igualmente, o endividamento público (como proporção do PIB) desses países se elevou de maneira sem precedentes em tempos de paz. Nas economias emergentes, a expansão das operações de crédito e o aumen-

to dos gastos públicos em investimento agiram como fatores anticíclicos e lideraram o processo de recuperação.

No entanto, a atual fase da crise ganha novos contornos com os problemas de dívida soberana e a ausência de coordenação política para o encaminhamento das decisões necessárias. Os países periféricos da Zona do Euro – PIIGS (Grécia, Portugal, Irlanda, Itália e Espanha) – encontram-se em sérias dificuldades para equilibrar seus orçamentos, realizarem as reformas estruturais necessárias (corte de gastos com funcionalismo público, privatizações etc) e, ao mesmo, tempo restaurarem um patamar de crescimento econômico que garanta a sustentabilidade de suas dívidas públicas. Por conseguinte, essa indecisão aumenta a percepção de risco dos mercados, particularmente em relação aos bancos da Zona do Euro – grandes detentores de títulos soberanos – elevando os custos de rolagem e refinanciamento das dívidas.

Figura 1: Fases da Atual Crise Internacional 2007-2011



Fonte: Adaptado do FMI/GFSR set/2011

Essa edição do Visão do Desenvolvimento volta a tratar da crise financeira internacional. Seu objetivo principal é abordar os últimos acontecimentos sobre a crise na Zona do Euro. De forma geral, o problema das dívidas soberanas na periferia da região vem apresentando grande potencial de contágio para o sistema bancário europeu, em especial para as instituições financeiras dos países centrais da região – França e Alemanha. Nesse sentido, é crescente a necessidade de coordenação política dos principais líderes do bloco para a tomada de decisões mais eficazes e definitivas. Os principais pontos do acordo de 26 de outubro – (i) a reestruturação “voluntária” de 50% da dívida grega em poder do setor privado, (ii) a recapitalização do sistema bancário e (iii) o aumento do escopo e da dotação de recursos do EFSF (*European Financial Stability Facility*) – são os primeiros passos na direção de uma solução mais ampla e abrangente. Contudo, o detalhamento e operacionalização rápida das medidas anunciadas são igualmente vitais.

As fases da crise internacional

A atual crise internacional, em linhas gerais, pode ser dividida em quatro fases, conforme mostra a figura 1. A primeira, ainda nos idos de 2007, é caracterizada pelo excessivo

endividamento privado, motivado pela bolha no mercado de hipotecas de alto risco nos EUA. A elevada concessão de financiamento imobiliário e sua transformação em produtos financeiros tóxicos fora do balanço dos bancos – sem a devida análise de risco de crédito – aliada à falta de regulação e supervisão dos órgãos responsáveis, levou a um processo de alavancagem e exposição sem precedentes do sistema financeiro em escala global.

A segunda fase, com a falência do Lehman Brothers em set/2008, é marcada por uma crise no **sistema de crédito internacional**. Os bancos per-

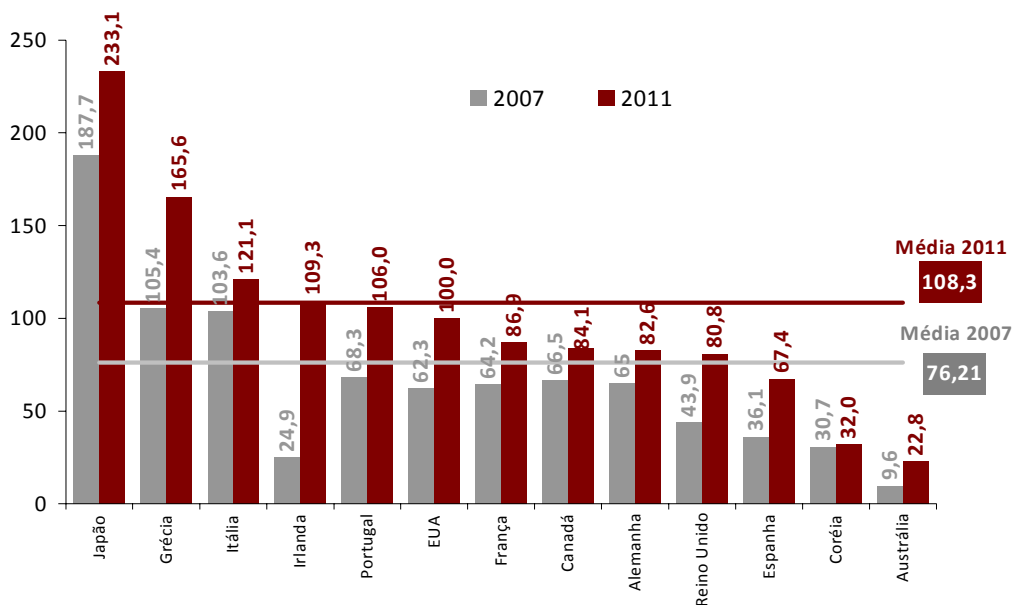
deram por completo sua capacidade de conceder empréstimos, registrando elevados prejuízos com

a remarcação do valor de mercado de seus ativos hipotecários. Os *spreads* nos mercados interbancários, tanto nos EUA, quanto na Zona do Euro, atingiram patamares elevadíssimos, virtualmente paralisando seu funcionamento. Essa contração da liquidez fez com que o nível de atividade global entrasse em colapso, dando a crise contornos semelhantes a Grande Depressão da década de 1930. Os governos, em especial das economias avançadas, foram obrigados a intervir de maneira não convencional para resgatar diversas instituições financeiras no fim de 2008 e em 2009.

A terceira fase, iniciada no começo

Temor maior é que crise na periferia se alastre a países centrais da Europa

Gráfico 1: Dívida Bruta Total de Economias Avançadas Seleccionadas 2007 e 2011 (como % do PIB)



Fonte: FMI/Fiscal Monitor setembro de 2011.

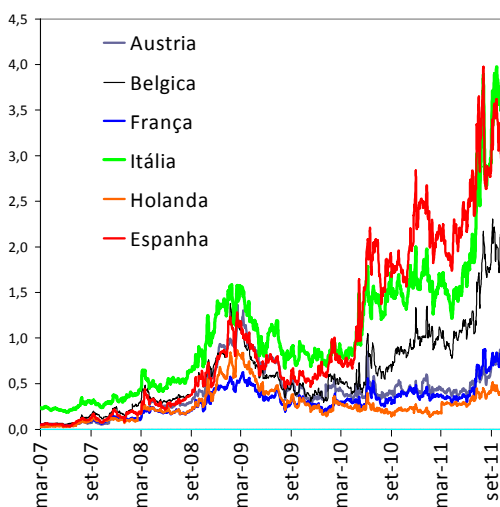
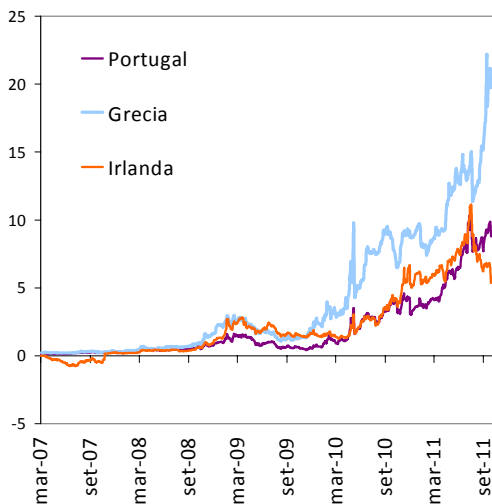
de 2010, é marcada pela forte elevação do **endividamento público** das principais economias avançadas, conforme fica claro no Gráfico 1. Em média, a relação dívida pública/PIB aumentou em mais de 30 pontos percentuais entre 2007 e 2011. Esse processo agravou a percepção de risco dos mercados quanto a trajetória e sustentabilidade das dívidas soberanas de algumas dessas economias, particularmente as da periferia da Zona do Euro.

Por fim, a quarta fase da crise, no segundo semestre de 2011, é caracterizada pela **ausência de coordenação política** entre os países para a

adoção e implementação das medidas de consolidação fiscal e ajustamento necessárias. Enquanto nos EUA o embate entre Democratas e Republicanos gera incerteza quanto aos rumos e efeitos da política fiscal no curto e médio prazo, na Zona do Euro, o imobilismo e demora nas decisões tem retardado a adoção das políticas prementes para o estancamento da crise. O acordo divulgado em 26 de outubro, que abarcou pontos importantes da crise europeia, deve ser rapidamente operacionalizado. Quanto mais se prolongar à falta de detalhamento das medidas anunciadas devido a ausência de consenso e

Gráfico 2: Evolução dos *Spreads* de CDS (*Credit Default Swap*) de 5 anos

(em *basis points*)



Fonte: Bloomberg. Elaboração APE/BNDES.

coordenação política, mais graves e profundos tendem a ser os impactos da crise.

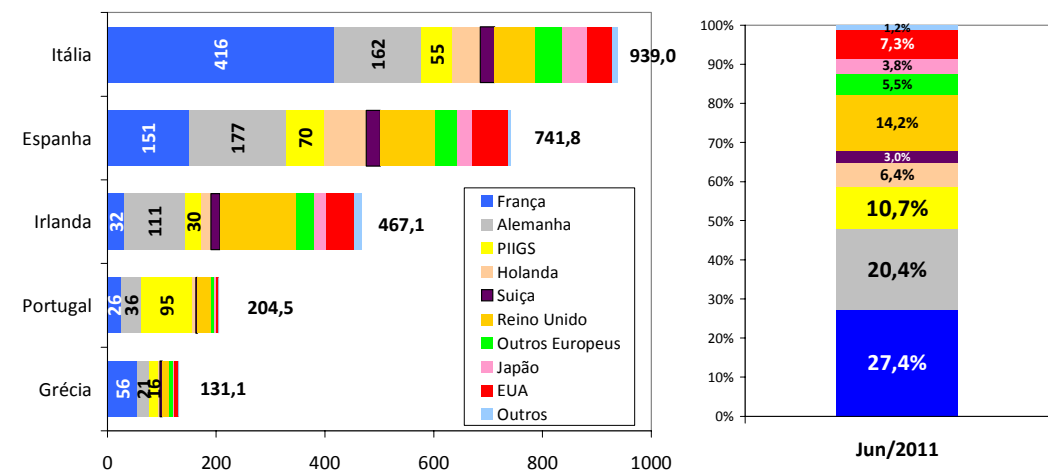
Percepção de risco e vulnerabilidade do sistema bancário

O crescimento dos níveis de endividamento público dos países avançados vem elevando rapidamente a percepção de risco dos mercados, colocando em evidência a dinâmica e sustentabilidade da trajetória de suas relações dívida/PIB. Na Zona do Euro, conforme mostra o Gráfico 2, o custo de proteção contra um possível *default* (CDS – *Credit Default Swap*) cresceu de forma acentuada, em especial para Grécia e Portugal.

Em resposta, diversos países adotaram planos de consolidação fiscal visando estancar a perda de confiança dos mercados. No entanto, a desalavancagem do setor público, ao se somar com a que já vem ocorrendo no setor privado, torna não apenas incipiente o processo de recuperação do crescimento econômico, mas também faz o ajustamento fiscal ser contraproducente. Isso ocorre em função de os fluxos de receita tributária se reduzirem devido a queda do nível de atividade, o que, por conseguinte, faz com que a dívida pública se eleve, requerendo uma postura fiscal ainda mais austera, comprometendo a recuperação do nível de atividade. Entra-se, portanto, em um círculo vicioso.

Além do mais, a elevação da percep-

Gráfico 3: Estoque e Participação dos Bancos de Países Seleccionados nas Dívidas dos PIIGS (em € bilhões e em %)



Fonte: BIS. Elaboração APE/BNDES

ção de risco dos mercados se justifica em função da exposição e da fragilidade do sistema bancário europeu às dívidas soberanas das economias periféricas da Zona do Euro. De acordo com o IIF (*Institute of International Finance*), os 90 bancos europeus submetidos ao *stress test* carregam cerca de metade dos € 6,5 trilhões do total das dívidas públicas dos países com elevado risco soberano. Isso significa que há cerca de € 3 trilhões em dívidas nos balanços das instituições bancárias, o que é equivalente a 8,0% de seus ativos totais. A título de comparação, os bancos americanos carregam apenas US\$ 163 bilhões de *US Treasury*, equivalente a 1,2% de seus ativos totais.

De fato, os dados disponíveis pelo BIS (Banco para Compensações Inter-

nacionais) mostravam que, em junho de 2011, o montante de endividamento somado dos PIIGS atingia algo próximo a € 2,5 trilhões. Desse total, quase 50% dos títulos de dívida pública eram carregados pelos bancos das principais economias da região, sendo que 27,4% pelos bancos franceses (€ 680 bilhões) e 20,4% pelos bancos alemães (€ 507 bilhões). Outra informação relevante é o “risco soberano cruzado” dos PIIGS. Em conjunto, o sistema bancário desses países carrega € 267 bilhões de papéis soberanos uns dos outros, o que equivale a pouco mais de 10% do volume total de endividamento dessas economias.

A vulnerabilidade do sistema bancário dos países do núcleo da Zona do Euro a um problema de

endividamento soberano das economias periféricas fica ainda mais evidente analisando-se o Gráfico 4. O volume da exposição do sistema bancário francês corresponde a quase 50% de seu PIB, enquanto esse mesmo valor atinge quase 30% do PIB alemão. Como França e Alemanha representaram 48,3% do PIB da Zona do Euro em 2010, a exposição total dos bancos desses dois países ao endividamento dos PIIGS equivale a cerca de 18% do PIB da região.

Há, portanto, claros dilemas a serem resolvidos. Se tomarmos a Grécia como exemplo, um resgate integral de suas dívidas, embora tenha um custo relativamente baixo para a região – cerca de 1,2% do PIB da Zona do Euro – teria impactos não desprezíveis na França através de seu sistema bancário (cerca de 4,0% do PIB francês). Os efeitos de um problema bancário na segunda maior economia

da região agravaria sobremaneira a atual crise internacional, com efeitos contracionistas severos no nível de atividade global³. Outra questão que salta aos olhos é o grau de exposição do sistema bancário da região às dívidas soberanas de Itália e Espanha. Qualquer dificuldade e pressão dos mercados na rolagem e refinanciamento das dívidas dessas economias podem ter efeitos dramáticos em toda região, colocando em dúvidas a própria manutenção da união monetária⁴.

Nesse sentido os bancos europeus, os quais tem passivos compostos majoritariamente por captações institucionais (*wholesale funding*), e não depósitos, vêm enfrentando dificuldades para obtenção de novos recursos. O Gráfico 5 mostra, simultaneamente, a elevação das taxas de juros no mercado interbancário na Zona do Euro – que vem se distanciando consideravelmente das praticadas no interbancário norte-americano – e o valor de mercado dos bancos através do índice MSCI (*Morgan Stanley Capital International*). O encarecimento do custo de capital dos bancos europeus é visível.

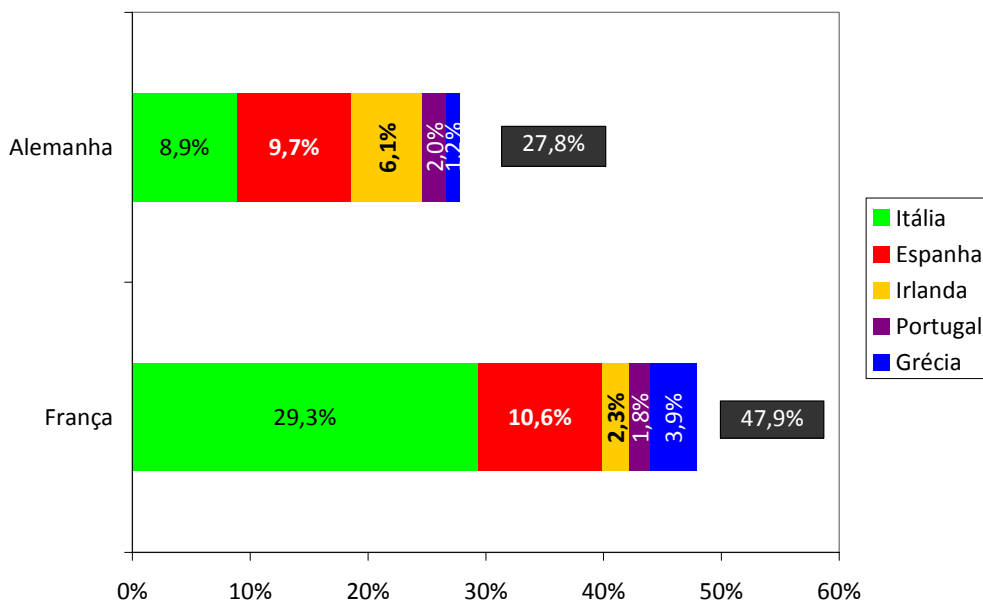
De fato, a necessidade de recursos dos bancos europeus ficou ainda mais evidente a partir do recente movimento de redução da exposição dos MMMFs (*Money Markets Mutual Funds*⁵) norte-americanos aos seus papéis. O financiamento em dólar dos bancos europeus é realizado, em boa medida, através da venda de *commercial papers* aos MMMFs norte-

3 Essa é uma das razões que explicam a motivação de o acordo de 26 de outubro, que contempla uma reestruturação de 50% do valor da dívida grega em poder do setor privado, também ter vindo acompanhado de medidas de recapitalização dos bancos europeus.

4 De acordo com Anne Krueger, em entrevista concedida ao jornal Valor Econômico no dia de 6 de outubro de 2011, a extensão da crise a pelo menos um desses países – Itália e/ou Espanha – poderia se constituir em um evento a la Lehman.

5 Os MMMFs são fundos mútuos norte-americanos que realizam investimentos financeiros na compra de ativos como: certificado de depósitos (CDs), repos, commercial papers (títulos de curto prazo emitidos por empresas para capital de giro), asset backed commercial papers (títulos de curto prazo emitidos por empresas lastreados em outros ativos), títulos de empresas privadas, títulos públicos federais, títulos das agências garantidas pelo governo (Fannie Mae e Freddie Mac) e títulos municipais.

Gráfico 4: Exposição dos Sistemas Bancário dos Países do Core da Zona do Euro às Dívidas do PIIGS (em % do PIB) *



Fonte: BIS, European Commission. Elaboração APE/BNDES

(*) Estoque de endividamento em mar/11 e PIB de 2010, ambos em € bilhões.

americanos. De acordo com a Fitch Ratings, entre junho e agosto de 2011, os MMMFs reduziram sua exposição aos bancos europeus, em média, em 31,5%. Os mais afetados, refletindo as incertezas em relação aos rumos da crise, foram os bancos italianos e espanhóis, em que a redução de exposição dos MMMFs foi de praticamente 100%.

Apenas o recente acordo de linhas de *swap* em dólar entre 5 dos mais importantes bancos centrais do mundo (FED - Federal Reserve dos EUA, BCE - Banco Central Europeu, BoE -

Banco da Inglaterra, BoJ - Banco do Japão e Banco da Suíça) atenuou a necessidade de recursos de curto prazo na moeda norte-americana dos bancos europeus. No entanto, o FMI, através da publicação do GFSR (*Global Financial Stability Report*), apontou que há, no mínimo, uma necessidade de recapitalização dos bancos europeus em € 300 bilhões, valor bem superior aos € 106 bilhões estimados pela Autoridade Bancária Europeia no âmbito do acordo dos líderes europeus em fins de outubro.

Conclusão

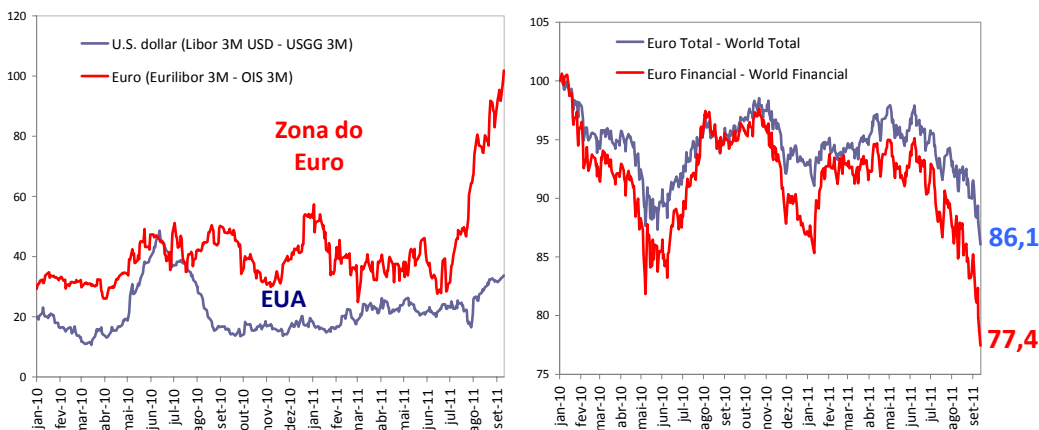
A solução da crise da periferia da Zona do Euro vem tornando-se mais custosa a medida que as dificuldades de coordenação política impedem o encaminhamento de soluções definitivas. O acordo firmado no dia 26 de outubro, que contempla a reestruturação de 50% da dívida grega em poder do setor privado, seguida de uma recapitalização dos bancos e do aumento da dotação de recursos e das atribuições do EFSF (European Financial Stability Facility) são passos iniciais importantes na direção de uma resolução efetiva da crise. É importante ressaltar, porém, que o detalhamento e operacionalização rápida das medidas anunciadas são igualmente vitais.

A reestruturação “voluntária” de

50% do estoque da dívida grega em poder do setor privado tem a intenção de garantir uma trajetória sustentável para as contas públicas do país, estabilizando a relação dívida/PIB em 120% em 2020. Contudo, como a maior parte da dívida grega não é carregada pelo setor privado, e sim por setores oficiais, essa medida não parece ser eficaz para atingir seu objetivo.

A recapitalização dos bancos – estimada em € 106 bilhões pela EBA (*European Banking Authority*) – tende a sacrificar em demasia os balancetes das instituições financeiras, as quais devem elevar seus níveis de capital (para 9,0% do tipo *Core Tier 1*) até meados de 2012. Isso tende a obstruir ainda mais o canal do crédito bancário, afetando a já incipiente recuperação da atividade econômica do bloco. Além disso, os

Gráfico 5: Mercados Interbancários (em *basis points*) e Valor de Mercado do Bancos Europeu (jan/10 = 100)



Fonte: IMF/WEO set/2011

cálculos do FMI mostram uma necessidade de recapitalização dos bancos em valor muito superior, algo próximo a € 300 bilhões.

O EFSF (*European Financial Stability Facility*) teve suas prerrogativas estendidas, podendo ser utilizado para: i) a compra de títulos de dívida soberana nos mercados primário e secundário; ii) atuação preventiva a favor de países (leia-se Itália e Espanha) com possíveis sinais de contágio; e iii) recapitalização dos bancos. Além disso, sua dotação de recursos será elevada em quatro ou cinco vezes dos atuais € 440 bilhões mediante esquemas de garantias (compra de garantia) ou através de veículos de investimentos SPV (*Special Purpose Vehicle*).

O pagamento de uma taxa de mercado pela compra de garantias por parte das economias mais frágeis da região pode compensar uma eventual queda no custo de refinanciamento de suas dívidas, os colocando em uma situação não muito diferente da atual. No caso da compra da garantia ser exercida pelos países centrais, isso tende a deteriorar suas respectivas classificações de crédito (notadamente a classificação AAA da França).

Já a criação do SPV tem a clara intenção de conseguir recursos externos para o financiamento do EFSF, particularmente do governo chinês. No entanto, o processo de barganha dos

chineses como contrapartida para esse movimento seria: i) o reconhecimento da China como uma economia de mercado pelos países da Europa; ou ii) a garantia de devolução desses recursos por parte dos países centrais da região da Zona do Euro. A concessão de garantias na devolução desses recursos aos chineses provocaria uma possível deterioração da classificação de crédito dos países centrais da Zona do Euro. Além disso, o reconhecimento da China como uma economia de mercado é visto como uma negociação não vantajosa para a Zona do Euro. Portanto, a operacionalização do EFSF ainda deve ser objeto de maior detalhamento.

Retomada do crescimento é condição para que ajuste fiscal seja bem sucedido

No entanto, o diagnóstico correto é fundamental para que as soluções tomadas sejam de fato eficazes. A crise da periferia europeia, que hoje tem contornos eminentemente fiscais, teve sua origem nos desequilíbrios de balanço de pagamentos advindos de divergências de custos e competitividade entre os países do bloco. A introdução da moeda única reduziu drasticamente os custos dos financiamentos externos dos países periféricos, levando as economias a contraírem excessivo volume de endividamento. Enquanto na Irlanda e Espanha a alavancagem ficou a cargo do setor privado, em especial no setor de construção, na Grécia, Itália e Portugal o endividamento foi realizado pelo se-

tor público. Quando a crise internacional tornou-se aguda e os fluxos de recursos externos se retraíram, essas economias entraram em colapso.

As medidas até agora tomadas visam resolver os problemas já em curso, sem um olhar prospectivo de longo alcance. Uma reestruturação do estoque da dívida grega pode não ser suficiente para garantir a sustentabilidade das contas públicas, pois as medidas de austeridade em curso (redução de gastos públicos, corte de salário do funcionalismo público, privatizações etc) tendem a deprimir os fluxos de receita tributária do governo na medida em que a atividade econômica não se recupera. Nesse sentido é necessário atacar não apenas os problemas de estoque da dívida, mas sim dos fluxos futuros de receitas que gerem condições para que a dívida seja honrada. Não há ajuste fiscal bem sucedido em ambientes de crescimento anêmico.

Nesse contexto, o compartilhamento do processo de ajustamento no âmbito da Zona do Euro seria fundamental para evitar maior custos em termos de nível de atividade. Em um arranjo monetário de moeda única não há a possibilidade de utilização de desvalorizações cambiais nominais como mecanismo restaurador de competitividade externa. A alternativa de curto prazo é a implementação de um ajustamento interno através de medidas restritivas que sejam capazes de reduzir os custos domésticos ("deflação interna"). Essa dinâmica será tão menos custosa quanto maior for o auxílio do ajustamento pelos países superavitários (leia-se Alemanha). Em outras palavras, o ajuste na periferia europeia pode ser mais suave no que tange a seus impactos no nível de atividade se for acompanhado por uma política expansionista de gastos domésticos da Alemanha.





Se você quer receber os próximos números desta
publicação envie e-mail para
visao.do.desenvolvimento@bndes.gov.br.